

坐拥 500 亿美元资产的巴菲特，已经成为全球资本市场上一位孤独的“神”。可是，仅仅“望其项背”绝非中国人的性格。四年前，私募基金在中国出现，2010 年经历爆发式增长的私募基金引起了我们《零售银行》杂志的注意：200 多家阳光私募基金管理公司，发行速度是公募的 2.8 倍，基金规模急剧增加。而主导、领军私募基金如此惊人发展的管理者、经理们，未来中国的巴菲特或许就隐藏其中，让我们共同寻找。

变化与特质性，熊市中也能创造价值

——访上海六禾投资有限公司董事长夏晓辉先生

文/马良



震 荡中最能体现私募的投资能力，在今年这个震荡的市场当中，仍有一些私募做得非常出色，六禾投资就是其中之一。在美国主权债务危机的影响下，8 月股市一片惨淡，产品业绩首尾相差高达 23%。虽然整体表现不佳，但是各私募内部的较量却异常激烈，8 月份回报率超过 5% 的有 11 只产品，月度排名前十的席位中，夏晓辉就占了三个席位，他是怎样做到既回避风险，又能获取超额收益的呢？对目前市场的看法又如何？近日，我们就此采访了夏晓辉先生，将其理念与业界分享。

《零售银行》：我们知道，“变化与特质性重塑公司价值”是六禾的核心投资理念，您能为我们解读一下吗？

夏晓辉：“变化与特质性重塑公司价值”，这一直以来都是我们的核心投资理念，这个理念可以用三句话来解释：第一，变化与成长是公司投资的第一驱动力，我们选择具有变化和成长力的公司，这是我们投资的出发点；第二，特质性就是反映投资对象的企业家团队、核心技术及稀缺资源，是公司投资的价值基础；其实，我们公司的使命就是致力于通过“揭示价格”、“投入资本”、“倾注思想”等方式，促进“优秀企业家”、“稀缺资源”和“领先技术”的价值合理化，帮助客户实现资本增值，推动资源合理配置。这个市场有优秀的企业家，稀缺的资源，有先进的技术，但是他们的价值还没有完全体现出来，投资者就是采用各种方式实现他们价值的合理化。这个价值合理化对投资者来讲，就是实现资本增值的过程。第三，公司实施投资的充分条件是安全性和

确定性。其实，给投资者最好回报的第一要诀就是不要亏损，不能在某些投资上亏钱。如果亏钱了，要弥补是很难的，今年的市场很充分地体现了这一点，在对未来经济不明的情况下，安全性和确定性是非常重要的。

可见，投资的起点是变化，没有变化和成长的公司，我们就不会去关注，但是仅仅有变化是不够的。特质性很重要，在我们看来，一个没有特质性的企业我们也不会投资，而特质性主要反映在三个方面：团队、技术和资源。另外，安全性和确定性是我们做投资的充分条件。

《零售银行》：在此核心理念基础上，我们的投资风格如何？

夏晓辉：我们的投资风格可以说与很多业内同行不一样，追寻价值的基础上，投资方式并不是一成不变的。我们寻求的是一种变化，如果要准确地去找一个投资风格标杆的话，我们更接近于彼得·林奇式的投资。我们更希望去寻找一种

▼我们更希望去寻找一种变化，但又不希望这种变化是昙花一现，我们希冀这种变化是含有特质性的，因为目前中国的经济本身就处在很大的变化中，整个社会环境都处于变化之中，变化往往意味的就是价值。

变化，但又不希望这种变化是昙花一现，我们希望这种变化是含有特质性的，因为目前中国的经济本身就处在很大的变化中，整个社会环境都处于变化之中，变化往往意味的就是价值。比如我们的投资体系框架，就有三个体系，第一个体系是“三钻头”体系：实现的是我们投资方向的确切，就是我们到底投向哪些产业，产业的方向是由这个体系来决定的；第二个体系就是行业公司研究模型，任何一个企业都会面对它的市场，以及它在市场里的竞争力。而在市场中的竞争力是无时无刻都在变化的，那么，这个变化的轨迹就是一个价值投资的过程，例如某个企业现在还很小，市场在成长，随着竞争力的提高，可能三年后它就处于市场中一个极具竞争力的地位，这就是变化的过程；我们想寻求的就是这样的过程。第三个体系就是估值与增长判断，能更好地让我们选择最佳的投资时机。

《零售银行》：其实，阳光私募基金面对的持有人很多，如果客户不认同六禾的策略，或许会在很大程度上影响六禾的操作策略，这样的情况在别的私募基金身上已多有发生，六禾怎么看待这一情况？

夏晓辉：我认为任何客户都有自己选择的权利。对我们来讲，我们不是要求所有的客户都顺从我们的理念，肯定会有客户与我们不同的理念，特别是一些高端客户，他们有自己的价值观，这是一个磨合的过程，但是关键还在于结果和过程。

先是结果，我们六禾的愿景是：成为中国备受尊重的私募基金管理公司。这个受尊重，首先是要客户尊重，我们的目标是给客户持续的、稳定的超额回报，但是，仅有结果还是不够的，我们希望客户有一个很愉快的过程。当他把资金交给我们后，他就处于一个等待的过程中，我们需要通过一个相对完善的客户服务，帮助客户建立起一种可信任的预期，让客户很清楚地了解我们的投资策略、方式、流程，风控等一系列的环节，让客户知道把钱交给我们的那一刻起，我们会用什么样的方式管理他的资产。所以，与客户沟通，建立起对六禾的信任很重要。

当然，也有一些客户可能不是很认同六禾的策略。第三方对我们的评价还是偏稳健的基金投资人。首先这源于我们不保守，我们比较积极，但是我们积极的同时又是偏稳健的，这就是我们的风格。然而，有些客户喜欢更保守的，有些客户喜欢更激进的，所以，我认为不能因为客户的需要，而影响自己的方式。每一个真正成熟的机构投资者，还是要建立起自己的一整套价值投资体系，然后再去说服更多的客户来认可我们的投资方式，这就是一个过程。是一个滚雪球的过程，你能够为客户创造一个美好的结果，让客户享受一个美好的过程，我相信就没有问题。

《零售银行》：今年，通胀是贯穿全年的因素，眼下震荡的A股行情，您觉得这样的局面会维持多久？对后市是如何看的？

夏晓辉：目前，市场的这种格局是受内、外因的影响。外因是整个欧美的情况都不是太乐观，特别是这次美国的主权债务危机，主权债务评级被下降，其实揭示了全球的金融与经济的风险已经上升到一个更高的高度了，至少整个欧美经济的增长前景更暗淡了，这是肯定的，最大的可能性就是通过一轮大的衰退来实现平衡。

相对于全球不容乐观的经济状况，国内的情况好一些，国内最重要的问题是，我们处在一个经济要减速，结构要调整，以及以人力成本为主的各类成本上升所导致的一种综合现象，意味着这几年企业的盈利压力是非常大的，特别在未来一两年之内。这其实给投资者一种很大的心理上的压力，我虽然不认为我们的市场还有很大的下跌空间，但现在也不具备上升的很大动力。这个判断不是我们今天才有的，我们一直是这么认为的。在整个“十二五”期间，GDP增速会下降，人力成本，资金成本，环境成本，资源成本等各种成本都会上升，所以整个上市公司业绩增长的压力会很大，而且如果通胀维持在高位的话，估值水平上不去，所以整个市场应该都不会有很大的机会。市场唯一的的机会就是结构性的机会，就是在转型中优秀中小企业的机会，这个机会是中国经济未来的希望，这个机会可能还会大于过去五年整个市场的机会，所以不要小看这个机会，特别是对于现在整体上规模偏小的私募来讲，能够抓住这个机会，给投资者带来的回报可能就会很高。

《零售银行》：在经济整体性增长难有惊喜的局面下，您认为未来A股市场存在的风险与机会都有哪些？

夏晓辉：整个“十二五”期间，我们有四个判断：第一个判断是GDP的增速会下降，而且可能出现大的下调，现在可能有预期，但是预期不会是大幅地下调，我们觉得存在这个风险；第二个判断是劳动力成本上升带动的资金成本，环境成本等等都会上升，这个给企业带来最大的压力就是盈利增长的压力；第三个判断就是产业本身的增速之间会出现大的分化，新兴产业和传统产业之间的增速差距会拉大。如果整个GDP增速下降，传统产业的增速就一定会大幅下调，但是国家还必须去支持一些新兴产业的发展，市场本身也有包括消费类在内的产业在高速发展，中间的差距会拉大，这就是机会。产业变化的第二个方面是产业集中度会变化。我们曾做过分析，中国的产业除了带有垄断性质的行业，其他行业的集中度都比较低，跟欧美相比，我们的集中度要低得多，这就意味着，我们同样的一个产品，参与的主体比国外要多得多。如果增长减速，成本上升，我认为未来五年，大量的企业会被淘汰出局，真正能够实现增长的是那些管理水平确实很高，创新能力确实很强，经营效率确实很高的企业；第四个判断是资本市场的变化，我一直认为资本市场在整个“十二五”期间是个大扩容的时期，这个大扩容是国家战略，就是我们必须很快速地把中小板、创业板发展起来，中小板、创业板所代表的也是一些转型的中小企业，

▼市场唯一的的机会就是结构性的机会，就是在转型中优秀中小企业的机会，这个机会是中国经济未来的希望。

▼ 我们的研究，清楚了这个产业的特质及特性，以及未来可能发生的变化。

我们必须把这些企业扶植起来，才能真正实现经济结构的转化！所以，结合这四点变化来看，整个市场不会有大的机会，但是实际上这种结构性的机会，所能带来的回报可能会超过过去五年的市场机会，我们也看到了当年美国纳斯达克中小企业成长的故事，我觉得很多故事在中国目前的阶段会重演。

《零售银行》：您是如何应对和控制市场风险的？是如何为持有人获得稳定收益的？

夏晓辉：一是在本质上需要对投资标的进行严格控制，应该更严格地筛选，去投资那些真正具有特质性的企业，这是最关键的。那么，怎么严格控制投资标的呢？有三个方面是很重要的。第一，产业方向确定非常关键。未来五年做投资，千万不要选错产业；第二，要挑选企业家团队，这非常重要。很多人说企业家真不好判断，能使企业上市的企业家都有几把刷子，怎么去选择？在我们看来，企业家的战略及其执行能力很重要，很多产业现在面临着转换，面临着集中度的提高，就意味着很多企业都会被淘汰出局，所以选择一个正确的企业发展战略，选择一个正确的竞争战略，对一个企业的成长非常关键。而且这个战略要能够很好地被执行，所以我们都会跟上市公司的企业家做这些方面的认真探讨，我们要很清楚他的战略是什么，而且这个战略还不是短期的，是要一直能够延续下去的，我们还要认同他的战略。那么，我们为什么能够认同他的战略，是因为我们投资人本身对这个

产业做了很深入地研究，清楚了这个产业的特质及特性，以及未来可能发生的变化，然后根据这些跟企业家探讨；第三，我们要观察他们的执行，这是一个持续跟进的过程，也能够验证我们自己的判断是不是确实符合市场的变化。只有极少数企业能够实现长期地增长，所以必须更加精挑细选我们的投资对象，要百里挑一，要更苛刻地对待我们的投资标的。

二是所有的投资其实都有组合管理的问题，所有的投资都不是选好了标的就结束了的，还是要根据市场的波动和变化去管理好组合。比如说半年过去了，很多标的的股票价格涨了很多，这时整个组合的风险已经发生了变化，我们的看法是一定和跳得最好的舞伴跳舞，这个时候就可能需要去调整组合，我们需要去很精心地管理我们的组合，而且我们内部有专门进行风险控制的部门，我们是每天都做监督，每周都有例会，来评价我们的组合，希望我们的组合做到既平稳，又能够实现长期的增值，其实这也是客户所需要看到的，也是我们需要的。

《零售银行》：目前，我们与第三方渠道的合作情况怎么样？您认为对阳光私募基金的发展前景有哪些促进作用？

夏晓辉：我非常看好。其实，中国的阳光私募基金的发展应该说才刚开始，而且现在各方面都在推动这个群体的发展，中国高端客户对财富管理的需求也是越来越旺盛，这个大家都看得到，也是因为客户的需求，所以商业银行对这

方面业务非常积极，商业银行业感觉到私募群体的创造力和爆发力确实是在市场里面是最强的，这是一个客观的因素，很多方面都决定了私募是市场里最活跃、最有创造力的群体。然而，今年的情况不是太乐观，整个市场面临着去年阳光私募基金高速增长后的一个调整期，加上市场也不好，所以阳光私募基金总体业绩表现得都一般。所以，都在积极增强渠道上的力量，都希望能够更好地与第三方合作，而渠道上也在建立起他们更严格、更苛刻的挑选私募的标准，私募也在调整和渠道合作的方式。我相信今年的这种磨合肯定会为明年打下一个很好的基础，明年市场一旦能够稍微转暖，阳光私募基金的爆发式增长一定还能够继续。加之中国整个财富管理需求的增长，高端客户需求的升级，一定会促使阳光私募基金迅猛的发展，我也相信会有越来越多的在这方面有禀赋的人会加入到这个群体里面。

《零售银行》：作为一个行业人士，请

您谈一下对阳光私募基金在未来的创新上有一些什么样的期待？

夏晓辉：我们认为阳光私募的发展应该是奔着万亿级别去的，只是时间的问题，但是我们现在还是用基于信托平台的这种方式来做阳光私募的话，恐怕对整个行业的发展会有约束。我也相信一些监管部门正在考虑这些问题，例如是否允许私募基金也能够发行自己的产品，而不是通过信托。我相信在国外这是个很成熟的模式，国内在金融管控方面是相对比较严格的，但这对于整个阳光私募基金的发展是很不利的，如果说按照现在的模式，固定的收费大部分其实是被信托拿去了，资金管理的主体却没有更多地得到管理费的收入，这不利于这个行业的发展，对阳光私募基金持续的、稳定的发展。但是，我还是很有信心，中国财富管理必将会出现的一个现象，是高端的财富管理会迅速地发展，我也希望行业监管上能够有一些更好的变化，帮助我们这个行业更好地发展。

六禾产品

名称	成立时间	最新净值	八月收益率	年收益率			
				2008	2009	2010	2011
六禾财富银盏	2008/3/26	1.3569	5.97%	-24.89%	45.28%	20.03%	3.60%
六禾光辉岁月	2009/2/6	2.0504	4.09%		55.49%	26.26%	4.44%
至尊六号	2010/3/26	0.9367	-2.07%			6.53%	-12.07%
六禾财富竹溪	2010/10/15	1.1304	7.99%			8.21%	4.46%
六禾财富黄浦	2010/11/1	0.9823	5.19%			-3.21%	1.49%
六禾财富瓯越	2010/11/29	1.0219	3.77%			-1.37%	3.61%
六禾财富东莞	2010/12/22	1.0352	0.85%			0.31%	3.20%
六禾财富越秀	2010/4/13	1.0291	4.09%				2.91%
同期沪深 300			-2.38%	-53.66%	96.71%	-12.51%	-7.26%
中证股票基金指数			-1.08%	-39.27%	71.17%	-0.28%	-7.63%

数据截止日期：2011年8月26日

▼ 商业银行业感觉到私募群体的创造力和爆发力确实是在市场里面是最强的，这是一个客观的因素，很多方面都决定了私募是市场里最活跃，最有创造力的群体。